

学校编码: 10384
学号: 17620061151367

分类号____密级____
UDC____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

信息披露质量对信息不对称水平
的内在影响机制研究

The Study of the Effects of the Quality of
Information Disclosure on the Information Asymmetry

郑 征

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 月 日

论文答辩时间: 2009 年 月 日

学位授予日期: 2009 年 月 日

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2009 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

关于信息披露质量与信息不对称水平之间的相关关系国内外都有了一定研究。这方面的研究，国外学术领域是从理论分析中提出，再通过实证研究深入。国外学者们首先在理论上对信息披露质量与信息不对称之间的内在相关机制进行了一些研究，然后通过量化信息披露质量和信息不对称状况，运用回归模型来验证信息披露质量对于信息不对称水平的影响。国内近年也有这方面的相关研究，陈千里（2007），张晨和吴卫星（2007）分别对我国的信息披露与信息不对称水平进行了相应研究，从实证角度验证了我国市场上这两者之间的相关关系，但是由于研究方法的限制，这类研究只解决了两者之间是否存在相关性的问题，并没有真正地揭示信息披露对信息不对称水平的内在影响机制。

本文以深交所上市公司为研究对象，以深交所上市公司信息披露考评结果为信息披露的代理变量，以知情交易概率（PIN- Probability of Informed Trade）代表信息不对称水平，对两者的相关关系进行研究，研究表明信息披露质量的提高能有效地降低股票市场的信息不对称水平。在此基础上，研究对 PIN 指标进行分解，从中构建两个子指标 α 和 ν ，分别代表股票的私有信息出现概率和知情交易比例，通过信息披露质量与两者的回归分析，揭示信息披露影响信息不对称水平的途径。研究结果表明，在我国市场下，提高信息披露质量能够显著地降低市场中私有信息出现的概率和股票的知情交易比例，从而降低信息不对称水平。也就是说，在我国市场情况下，信息披露是通过改变私有信息出现概率和股票的知情交易比例，来改变信息不对称的水平。

关键词：信息披露；信息不对称；内在机制

Abstract

The effects of the quality of information disclosure on the information asymmetry have being bound to study at home and abroad. Research in this area, firstly the foreign scholars carried out a train of theoretical research, then quantitative the level of the quality of information disclosure and the information asymmetry, used the regression models to verify the effects of the quality of information disclosure on the information asymmetry. Recently, domestic scholars also have done some relevant researches, Chen (2007), Zhang and Wu (2007) researched the relation of the information disclosure and the information asymmetry level in China, verified the relevant relation between them from empirical research angle. But all of the above researches can't reveal the inherent mechanism of the effects of the quality of information disclosure on the information asymmetry.

Our sample is based on firms listed on Shenzhen Stock Exchange, we used the SZSE Information Disclosure Scores as our empirical proxy for a firm's disclosure quality, relied on the Probability of Informed Trade (PIN) to proxy for the level of information asymmetry, researched the relation between them. The results showed that, the improvement of information disclosure reduced the information asymmetry level on the stock market. Based on this, we decomposed of the PIN index and constructed two sub-indicators from it, private information events occur probability (α) and relative amount of trading by privately-informed investors (ν). Through regression analysis, revealed the way information disclosure impacted on the information asymmetry. Research results showed that, raising the level of information disclosure have significant effect on reducing the private information events occur probability and the relative amount of trading by privately-informed investors, thereby reduced the information asymmetry level on market. In other words, information disclosure, mainly through changing the relative amount of trading by privately-informed investors and the private information events occur probability, changes the level of information asymmetry in China.

Key Words: Informative Disclosure; Information Asymmetry; Inherent Mechanism

目录

1. 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 概念范畴	3
1.2.1 信息披露	3
1.2.2 信息不对称	4
1.3 研究思路和框架	4
1.4 研究的创新与不足	5
2. 文献回顾与评析	7
2.1 信息披露指标的构建	8
2.1.1 权威部门的信息披露评分	8
2.1.2 自我构建信息披露指标体系	9
2.2 信息不对称水平的测度	10
2.2.1 基于价差的测定	10
2.2.2 基于异常收益率的测定	11
2.2.3 基于序贯交易模型的测定	12
2.3 信息披露对信息不对称水平影响的理论研究	13
2.4 信息披露对信息不对称水平影响的实证研究	14
2.4.1 基于价差的研究	15
2.4.2 基于股票异常收益率的研究	16
2.4.3 基于序贯交易模型的研究	17
2.5 现有研究评析	18
3. 实证研究设计	20
3.1 研究假设	20
3.2 样本选择和数据来源	21
3.3 信息披露质量	21
3.4 信息不对称水平	22

3.5 控制变量.....	26
3.6 各变量相关分析.....	28
4. 回归方程与实证结果分析.....	30
4.1 模型的建立.....	30
4.2 信息披露与信息不对称水平相关关系的实证检验.....	30
4.3 信息披露对信息不对称水平内在影响机制的实证研究.....	33
4.3.1 信息披露与私有信息出现概率.....	34
4.3.2 信息披露与知情交易比例.....	36
4.4 稳健性检验.....	39
4.4.1 信息披露与信息不对称水平相关关系的稳健性检验.....	39
4.4.2 信息披露对信息不对称水平内在影响机制的稳健性检验.....	40
4.5 实证研究结论.....	42
5. 政策建议.....	44
参考文献.....	45
附录.....	49
致谢.....	52

Contents

1.Introduction.....	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Core Conception.....	3
1.2.1 Information Disclosure	3
1.2.2 Information Asymmetry.....	4
1.3 The Content and Structure of Research	4
1.4 The Innovation and Limitation of Research.....	5
2. Current Research Situation Home and Abroad	7
2.1 Forming of Information Disclosure Index.....	8
2.1.1 Information Disclosure Scores of Authority Department	8
2.1.2 Self-forming of Information Disclosure Index	9
2.2 Measuring of Information Asymmetry Level.....	10
2.2.1 Based on Bid-ask Spreads.....	10
2.2.2 Based on Abnormal Return.....	11
2.2.3 Based on Sequential Trade Model	12
2.3 Theoretical Study of the Effects of the Information Disclosure on the Information Asymmetry.....	13
2.4 Empirical Study of the Effects of the Information Disclosure on the Information Asymmetry.....	14
2.4.1 Based on Bid-ask Spreads.....	14
2.4.2 Based on Abnormal Return.....	16
2.4.3 Based on Sequential Trade Model	17
2.5 Evaluation of Current Research.....	17
3. Design of Empirical Research.....	20
3.1 Research Hypotheses	20
3.2 Sample Selection.....	21

3.3 Substitution Variable of Information Disclosure	21
3.4 Substitution Variable of Information Asymmetry	22
3.5 Other Control Variables	26
3.6 Correlation Analysis of Variables	28
4. Regression Models and Result Analysis.....	30
4.1 Forming of Regression Model.....	30
4.2 Empirical Research of the Relation between Information Disclosure and Information Asymmetry	30
4.3 Empirical Research of the Inherent Effects Mechanism of the Information Disclosure on the Information Asymmetry	33
4.3.1 Information Disclosure and the Private Information Events Occur Probability	34
4.3.2 Information Disclosure and the Relative Amount of Trading by Privately-Informed Investors	36
4.4 Robust Test	39
4.4.1 Robust Testing of the Relation between Information Disclosure and Information Asymmetry	39
4.4.2 Robust Testing of the Inherent Effects Mechanism of the Information Disclosure on the Information Asymmetry	40
4.5 Research Results	42
5. Policy Suggestion.....	44
Reference.....	45
Appendix.....	49
Acknowledgement.....	52

1. 绪论

1.1 研究背景

在现代资本市场中，企业和投资者分别出于融资和投资的需要而开始寻找机会并进行交易，然而“柠檬问题”和“代理问题”的存在阻碍了资本市场资源的有效配置，解决的关键就在于减少信息的不对称，也就是增加信息披露。所以，信息披露成为了资本市场理论的重要研究领域。

信息披露的质量（Information Disclosure Quality），对于证券市场的信息不对称状况（Information Asymmetry）有着重要影响，二者的关系是国外金融学界研究的重要课题之一，它们之间的关系是其它金融问题更进一步研究的基础。Fishman 和 Hagerty (1989)^[1]，Kyle (1985)^[2]研究认为如果一家公司具有高的信息披露水平，将会减少投资者获得公开信息的成本，该公司股票也将会增加来自非知情者的交易，同时非知情交易的增多，也会吸引知情交易者的到来，但是由于知情交易者风险回避并且资金方面受到限制，因此结果将是知情交易相对比例的下降，进而减少信息不对称水平。Verrecchia (1982)^[3]，Diamond (1985)^[4]研究认为公共信息的增加减少了投资者追求有成本私有信息的行为；Lundholm 和 Myers (2002)^[5]研究也发现信息披露对私有信息的出现频率有所影响，由于公司增强了信息披露，使私有信息更难获取，从而减少了投资者的寻找私有信息的动机。

在国内，信息不对称会影响资本市场效率、上市公司信息披露能够改变信息不对称水平并提高市场效率，已成为学者的广泛共识；提高信息披露质量以促进证券市场长期健康发展是学术领域的呼声。另外，市场参与者和监管者也日趋关注上市公司的信息披露。2005 年 4 月 26 日，十届全国人大常委会开始审议《证券法》修订草案，规范上市公司的信息披露，进一步严格信息披露规则。然而，信息披露质量与信息不对称的关系，在国内学术领域中相关的理论与实证研究还较少，属于较新的课题。

这一研究课题，在国外学术领域中是从理论分析中提出，再通过实证分析深入。国外学者们首先在理论上对信息披露与信息不对称的内在机制进行了一

些研究，然后通过量化信息披露质量和信息不对称状况，运用回归模型来验证信息披露质量对于信息不对称水平的影响，为理论成果提供实证支持。但是早期的实证由于信息不对称水平的难以直接量化，更多的是使用其他一些流动性指标进行代替，而近年随着国外这方面理论的进一步发展，一些能体现信息不对称水平的指标也被应用到这方面的研究，从而能够揭示信息披露与信息不对称之间的内在机制。

早期国外的研究主要集中在信息披露与流动性状况的研究方面。首先是由买卖价差作为流动性的度量开始的。Welker (1995)^[6]，Healy、Hutton 和 Palepu (1999)^[7]使用相对买卖差价作为实证研究中流动性的度量指标，研究结果表明相对买卖差价与整体信息披露具有负相关关系。Lee、Mucklow 和 Ready (1993)^[8]研究认为，对于流动性的研究必须考虑到市场深度。因而，Knez 和 Ready (1996)^[9]以及 Heflin 和 Shaw (2000)^[10]使用了深度指标进行相关研究。但是，报价深度低有可能是因为知情交易多造成的，因此很难说明信息披露质量高是增加还是减少知情交易，也就很难说明信息披露对于流动性的影响关系。由此可见，信息披露质量对于流动性的影响，需要考虑信息披露质量对于流动性的作用，是基于信息披露减少了知情交易产生的。因此，实证分析所选择的指标，必须能够显示知情交易的存在。也就是在此基础上，Brown 和 Hillegeist (2008)^[11]使用了 PIN（知情交易概率）作为信息不对称水平的代理变量，从而从实证方面揭示了信息披露与信息不对称水平之间的内在机制。

国内学者也已经对这方面的研究有了一定的探讨和研究成果。陈千里 (2007)^[12]从市场宽度和市场深度两方面检验了信息披露与流动性之间的关系，结果显示，信息披露质量高的公司能有效提高其股票的市场流动性。作者利用价差分解发现，高质量的信息披露提高市场流动性的机制在于有效降低市场上信息不对称程度。张晨和吴卫星 (2007)^[13]发现信息披露质量高的股票，相对价差较低，但是二者却没有表现出明显的相关性。同时他们对价差分解的结果显示，信息披露质量高的股票，其信息不对称成分有明显的减少，在一定程度上证明了优秀的信息披露质量，可以有效地降低逆向选择成本，提高流动性。

本文将对信息披露对信息不对称水平的内在影响机制进行研究。研究选用 PIN（知情交易概率）指标作为信息不对称水平的代理变量，PIN 指标一方面能

更好地量化信息不对称水平，另一方面可以进行分解从而揭示知情交易比例和私有信息出现概率，能很好地解决先前实证研究存在的问题。同时，由于深圳证券交易所提供上市公司股票信息披露的年度考评结果，本文选择深交所上市公司作为研究对象，并将信息披露考评结果代表信息披露质量，作为研究的解释变量。另外，在国内外学者对于相关课题研究的基础上，本文选取了一系列控制变量。通过以上模型的设计，本文对我国股票信息披露质量与信息不对称水平的内在相关机制进行回归分析，并对实证结果进行解释和总结。

1.2 概念范畴

1.2.1 信息披露

上市公司的信息披露是指上市公司将直接或间接影响股东、债券人以及其他利益相关者决策的重要信息以公开报告的形式提供给公众。^①公司的信息披露包括强制性信息披露和自愿性信息披露。由于在一定的资本市场上，各公司面对的强制性信息披露要求是一样的，企业的信息披露水平主要是由自愿性信息披露水平决定，公司可控制的也仅仅是自愿性信息披露手段和水平。在进行研究的时候，公司信息披露水平的高低与自愿性信息披露水平的高低一致。

（1）强制性信息披露

强制性信息披露是指对由公司法、证券法、会计准则和监管部门条例等法律、法规明确规定的上市公司必须披露的信息进行的法定披露。如：基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见等信息的披露。^②

（2）自愿性信息披露

自愿性信息披露是指上市公司通过投资者关系管理的各种活动和方式，自愿地披露现行法律法规和规则规定应披露信息以外的信息。如管理者对公司经营状况、经营计划、经营环境、战略规划及发展前景等持续进行自愿性信息披露。^③上市公司自愿性信息披露的目的是向投资者介绍和解释公司的投资潜力，促进资本市场的流动性以使资本配置更有效率，降低资本成本，在完善信息披

^①殷枫，中国上市公司自愿性信息披露研究，中国商务出版社，2006年。

^②殷枫，中国上市公司自愿性信息披露研究，中国商务出版社，2006年。

^③《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》，第四章。

露市场监督规则的同时更有效地与投资者进行沟通。

1.2.2 信息不对称

信息不对称是指在市场经济活动中，在相互对应的经济个体之间的信息呈不均匀、不对称的分布状态，由于各类人员对有关信息的了解是有差异的，掌握信息比较充分的人员，往往处于比较有利的地位，而信息贫乏的人员，则处于比较不利的地位。^④本研究使用知情交易概率来表示股票市场的信息不对称状况。知情交易概率越大，表示信息不对称程度越高；知情交易概率越小，则表示信息不对称程度越低。

1.3 研究思路和框架

本文将采用实证研究方法检验我国上市公司信息披露质量对资本市场信息不对称水平的影响。主要思路如下：

第一章为绪论，对本研究的背景和相关意义进行了阐述，接着对研究中可能用到的重要概念范畴进行界定和解释，最后提出本文的创新点及不足。

第二章为文献回顾，对国内外信息披露指标构建、信息不对称水平测度以及信息披露对信息不对称水平的相关关系研究做了归纳与梳理，并对现有研究做出评价。

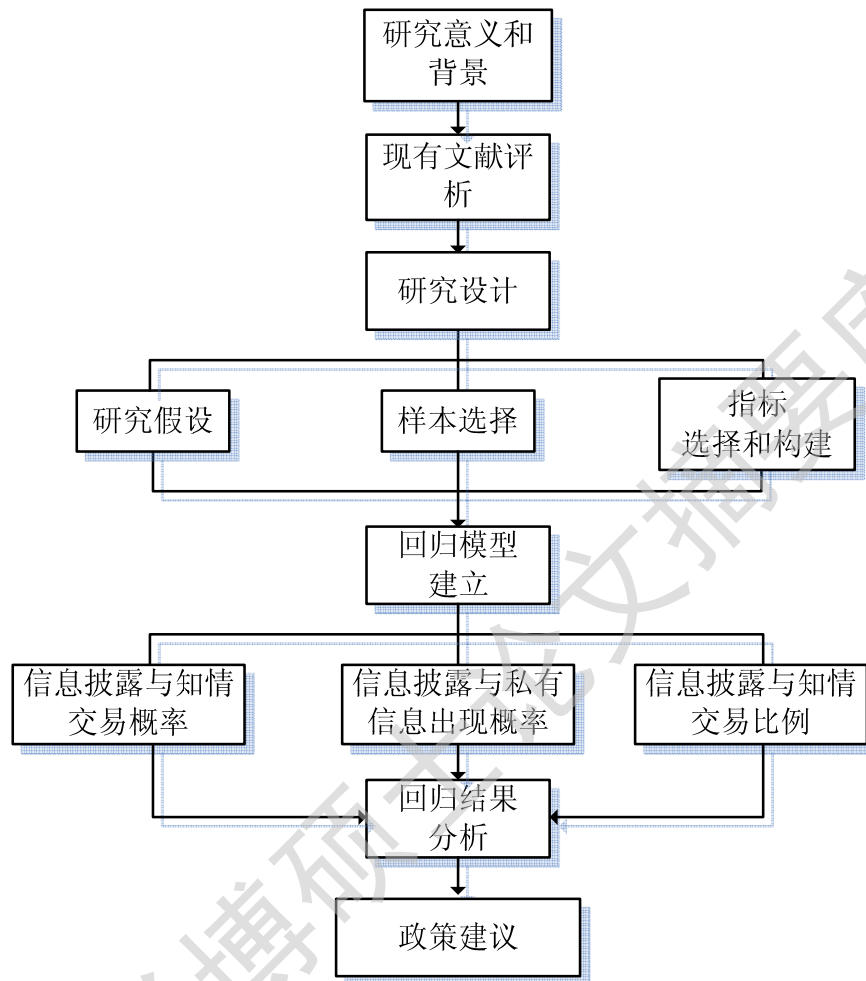
第三章为实证研究的设计。首先是提出本文假设，然后是应变量（信息不对称水平）、解释变量（信息披露质量）以及控制变量的指标选择和计算方法的解释，最后对各变量进行描述统计和相关分析。

第四章是实证研究结果与分析。以深市 522 家上市公司的 2007 年年报以及交易数据作为研究对象，对信息披露与信息不对称水平的相关性进行了研究，并在此基础上，对信息披露与信息不对称水平的内在影响机制及多元回归结果进行了讨论与分析，得出相关结论。

第五章为根据上述研究的结果对有关当局和上市公司提出政策建议。

^④ 注：该概念为阿克洛夫（George Akerlof）在 1970 年著作《柠檬市场》中提出。

图 1-1：本文研究框架图



1.4 研究的创新与不足

相对于国内先前相关方面的研究，本文主要有下列几个方面的创新。

(1) 相对于先前张晨和吴卫星（2007）^[13]以及陈千里（2007）^[12]的研究，本文在信息不对称指标上进行了改进，使用 PIN（知情交易概率）指标代替价差分解，更直接地代表了信息不对称水平。

(2) 在现有研究的基础上，本研究对信息披露与信息不对称之间的内在机制进行了研究，通过实证研究得出在我国市场上，信息披露是通过改变私有信息出现概率和知情交易比例，从而影响到信息不对称的水平，弥补了国内相关方面研究的空白。

(3) 本文的控制变量相对于国内现有的研究，加入了代表股权结构的前十大股东持股比例等变量，并且实证结果也表明，这些变量与信息不对称之间有

着显著的相关关系。

本文虽然在研究方法、变量选取等方面存在着一定的创新，但是由于数据和研究条件的有限，本文仍存在着一定的局限性，可在日后进行改进。

(1) 由于对于上市公司信息披露质量的考核只有深交所有相关数据，而上交所则没有，因此本文研究的样本只包括深交所上市公司，在研究结果的普遍性上可能会有稍微的欠缺。

(2) 本文有些模型的拟合结果较为不理想，根据分析可能与 PIN 模型有一定的关系，PIN 模型是从做市商市场发展起来的，在指令驱动市场上应用可能会存在一定的偏差，在可能的情况下，研究可对 PIN 模型根据指令驱动市场进行修正，研究的结果可能更加切合我国实际。

2. 文献回顾与评析

上市公司信息披露是指上市公司将直接或间接的影响到投资者决策的重要信息以公开报告的形式提供给投资者。上市公司信息披露一般而言有两种划分方式：按照披露信息的性质划分，信息披露可划分为强制性信息披露和自愿性信息披露，这是信息披露最主要的分类方式；按照信息披露的阶段划分，可以分为初次信息披露与持续信息披露，其中持续信息披露包括定期报告和临时公告。

Healy 和 Palepu (2001)^[14]指出，在现代资本市场中，企业和投资者分别出于融资和投资的需要而开始寻找机会并进行交易，然而，至少有两点原因会使得这种交易变得复杂：第一，相比普通投资者而言，企业管理层对于融资项目的实际价值具有信息优势，并且也有夸大公司价值的动机，在这种情况下，投资者就会面临信息问题（Information Problem）或者称为柠檬问题（Lemon Problem）；第二，在投资者对企业进行投资后，管理层出于自身利益的考虑，存在着侵占投资者资金的动机，也就是出现了代理问题（Agency Problem）。“信息问题”和“代理问题”的存在阻碍了资本市场资源的有效配置，而解决的关键就在于减少信息的不对称，也就是增加信息披露，因此，信息披露成为了资本市场理论的重要研究领域。

Healy 和 Palepu (2001)^[14]总结了在现代资本市场理论中，有关信息披露的研究主要集中于四个方面：（1）信息披露监管者在缓和信息问题和代理问题方面所起的作用；（2）作为增加信息披露可信度和披露临时信息的一种途径，审计机构和其他信息中介机构在这方面的作用；（3）影响信息披露的因素；（4）信息披露的经济结果。

其中国内外关于信息披露经济后果的研究是最多的，国外有大量的研究探讨了信息披露的经济结果。这些研究按照信息披露对资本市场不同方面的影响可分为三类：（1）企业的信息披露降低了股票市场的信息不对称水平，促进了市场流动性；（2）信息披露降低了股权融资成本；（3）信息披露增加了对信息中介服务的需要。其中研究第二点的国内外学者大部分也都是认为信息披露是

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库